

## 熊本大学学術リポジトリ

### Kumamoto University Repository System

Title	企業年金ESOP受託者の自社株投資における義務
Author(s)	内梶, 博信
Citation	熊本大学社会文化研究, 3: 133-159
Issue date	2005-03-31
Type	Departmental Bulletin Paper
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2298/2850">http://hdl.handle.net/2298/2850</a>
Right	

# 企業年金 ESOP 受託者の自社株投資における義務

内 梅 博 信

## 1. 問題の所在

近年、公的年金の財政逼迫が問題化しており、年金の保険料の増額および給付額の削減が長らく問題となっていた。これに一応の決着を図ったのが、平成16年6月5日に成立した、いわゆる年金制度改革関連法といわれる、国民年金法等の一部を改正する法律である。その結果、公的年金の保険料が増額されると同時に給付額が削減されることとなった<sup>1)</sup>。また、確定拠出年金に拠出できる掛金額も引上げられることとなった。これまでは、老後所得の大部分を公的年金でまかなうことができたが、これからは、企業年金などの私的年金によって老後所得をカバーする必要性が高まる。すなわち、確定拠出年金を含む企業年金は、給付額が削減された公的年金の補完物としての機能を果たすことを期待されているのである。

そして、わが国にまた新しい企業年金プランの導入が検討されている。それは、米国で普及している、ESOP (Employee Stock Ownership Plan) とよばれる従業員株式所有プランである。このプランは、年金資産の大部分を自社株で運用する確定拠出型の企業年金プランである。この ESOP は、わが国への導入が多方面、とりわけ経済界から熱望されている<sup>2)</sup>。理由は様々であろうが、ESOP は従業員の引退所得のための企業年金プランということを看過してはならないのはいうまでもない。

ESOP は、自社株で年金資産を運用するために、必然的に企業業績と年金資産がリンクする。そのため、従業員の年金受給権に関して、様々な問題が生じる可能性がある。すなわち、企業の業績不振の場合における年金資産の価値の下落、さらには、企業倒産時には、年金資産が無価値になるおそれがある。そこで、年金資産を運用する ESOP の受託者の義務および責任が問題となるのである。また、ESOP が自社株を売買する場合、公開市場で自社株を売買する際には市場価格で売買することができるが、流通していない自社株の場合は、その売買価格の決定が問題となり、価格を決定する際の ESOP の受託者の義務および責任がまた問題となるのである。ただし、ESOP の受託者の義務と責任の内容いかんによっては、従業員の年金受給権は画餅に帰してしまうからである。

わが国でも、近年、企業年金の投資運用機関の受託者の義務および責任が注視されている。厚生年金基金連合会は、厚生年金基金の理事および運用機関に対して「受託者責任ハンドブック」を発行し、受託者責任の概念や理事および運用機関が遵守すべき事項をあげている<sup>3)</sup>。また、神戸地判平成15年3月12日(判時1818号149頁)では、債務不履行の事例ではあるが、厚生年金基金の運用受託機関の投資運用責任が争点となっている<sup>4)</sup>。

今後、わが国において、企業年金における投資運用受託機関の受託者の義務および責任がより一層、重要さを増してくると思われる。しかしながら、わが国では企業年金における受託者の義務および責任についての判例の蓄積がない。そこで、米国企業年金における fiduciary duty、すなわち、信託義務<sup>5)</sup>の概念が成熟している、米国エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act<sup>6)</sup>) の受託者

の義務および責任についての判例を考察することは、米国の ESOP を導入しようとするわが国への制度導入論の示唆にもなると考えられる。すなわち、ESOP 受託者の自社株投資における信託義務が厳格か寛容かどうか、結果的に従業員の受給権の内容に影響してくるからである。

そこで、本稿では、ESOP の概要を紹介した後に、自社株取引および自社株投資における、ESOP 受託者の信託義務について、巡回区控訴裁判所の判例を考察する。すなわち、第一に、自社株売買時における「適正な対価」の決定方法について、ESOP 受託者の行動基準に関する判例および労働省 Proposed Regulation を考察する。第二に、企業業績悪化時の自社株投資における ESOP 受託者の信託義務について、巡回区控訴裁判所の判例、とりわけ、Moench v. Robertson 事件の判例について考察する<sup>7)</sup>。

## 2. Employee Stock Ownership Plan

### 2.1. 概要

ESOP の概念は、弁護士であり経済学者でもあった Louis O. Kelso によって、資本を再分配するための手段として、1958年に提唱された<sup>8)</sup>。Kelso は、エリート階級に資本が集中すれば、国家経済の活力が脅かされると考えていた<sup>9)</sup>。ESOP は、Kelso が上院財政委員会委員長である Russell B. Long に面会してはじめて、注目されるようになり、その後、Long の強力な推進によって、エリサ法に基づいて法律上認可されたのである<sup>10)</sup>。

ESOP は、主として事業主の発行する有価証券に投資するように設計された適格なストックボナスプラン<sup>11)</sup> およびマネーパースェスプラン<sup>12)</sup> であり、確定拠出型プランに属する。エリサ法は407条(d) 項(6) 号において、『従業員株式所有プラン』とは、以下の個人アカウントプランを意味する。(A) 内国歳入法401条に基づいて適格であるストックボナスプラン、または主に適格な事業主有価証券に投資されるように設計された適格なストックボナスプランおよびマネーパースェスプランであり、(B) 財務長官が規則によって定めるその他の要件を満たすものである<sup>13)</sup>と規定し、また、内国歳入法4975条(e) 項(7) 号は、『従業員株式所有プラン』とは、以下の確定拠出型プランを意味する。(A) 401条(a) 項に基づいて適格なストックボナスプランまたは、ストックボナスプランおよびマネーパースェスプランであり、主として適格な事業主有価証券に投資するように設計されているものである。(B) 長官によって制定された規則に定義されているものである<sup>14)</sup>と同様に規定している。このように、ESOP は、法令によって、「主に」事業主の株式に投資することが要求されている<sup>15)</sup>。

ESOP が設立されると<sup>16)</sup>、事業主は、ESOP に自社株または現金を拠出する。現金で拠出された場合、ESOP 受託者は、事業主または株主から事業主株式を購入する。拠出は事業主のみが行い、従業員は現金を拠出しない。

### 2.2. レバレッジド ESOP

しかしながら、ESOP が事業主株式を購入するにあたって、金融機関から融資を受ける方法が一般的に行われる。すなわち、ESOP が金融機関から直接融資を受け、事業主がその融資を保証する方法、または、事業主が金融機関から融資を受け、その資金を事業主が ESOP に貸付を行うという方法である<sup>17)</sup>。このように、金融機関から融資を受けて事業主株式を購入する方法は、レバレッジド ESOP と呼ばれている。

事業主が、ESOP 設立のために、レバレッジド ESOP を利用する理由は、かなりの税優遇措置が認められているからである。金融機関に融資を返済する際、元本の支払いについては、プランへの事業主の拠出として扱われるため、一定額を限度に控除される<sup>19)</sup>。また、利子の支払いについては全額控除され<sup>20)</sup>、さらに、合理的な範囲内での株式配当金については、ESOP に拠出する場合および融資の支払いに充てる場合は、控除の対象となるのである<sup>21)</sup>。

### 2.3. 加入者の受給権

ESOP は、確定拠出型プランのため、従業員各人の個人アカウントに事業主株式を中心に年金資産を積立てる。金融機関から融資を受けないノンレバレッジド ESOP の場合、ESOP に拠出された株式は、個人アカウントに直接計上される。これに対して、レバレッジド ESOP の場合、ESOP 受託者によって購入された株式は、いったん仮アカウント (suspense account) に配置される。その後、ESOP 受託者が融資を返済するごとに、返済額に応じて、個人アカウントに計上される。

また、ESOP は、「主に」自社株に投資するように設計されているために、分散投資することができないのが原則である。しかし、加入者が55歳に到達し、かつプランに10年加入した場合は、個人アカウントの25パーセントについて自社株以外の投資を行うことができる。その後、加入者が60歳に到達すれば、個人アカウントの50パーセントまで可能となる<sup>22)</sup>。すなわち、限定された範囲ではあるが、分散投資が認められている。

加入者の引退、死亡、障害、または退職時に、個人アカウントの収益に応じて、受給権者は自社株または現金を受領することができる。しかし、閉鎖会社の場合など、株式を公開市場で取引ができない場合は、加入者は事業主に自社株の買取りを要求することができる<sup>23)</sup>。

## 3. エリサ法上の受託者の注意義務および忠実義務

エリサ法は、事業主が年金資産を濫用することを防止するために厳格な信託義務を定めている。これは、従業員の引退給付を確実にすることを目的とし、コモンローである信託法を修正し採用されたものである。

### 3.1. プランおよび信託の設立

すべての企業年金プランは、証書 (instrument) に基づいて、設立および運営 (management) されなければならない。また、プランの運用 (operation) および管理 (administration) を、支配 (control) し運営 (manage) する 1 名以上の指名受託者 (named fiduciary) を、証書に定めなければならない<sup>24)</sup>。指名受託者は、証書によって指名されるほかに、証書に記載された手続に則り、事業主または従業員組織によって任命される<sup>25)</sup>。また、指名受託者は、プラン資産の運営および獲得および処分権限を有する投資マネージャーを任命することができる<sup>26)</sup>。

年金資産は、一部のプランを除き、信託受託者 (trustee) によって信託として保有されなければならない<sup>27)</sup>。信託受託者は、信託証書、402条 (a) 項のプラン証書、または指名受託者によって任命される。プランが、指名受託者の指示に従うように規定している場合、投資マネージャーに運営、獲得、および処分権限が委譲されている場合を除いて、年金資産の運営および支配の排他的な権限および裁量権を有する<sup>28)</sup>。

### 3.2. エリサ法上の受託者

エリサ法における受託者 (fiduciary) は、エリサ法 3 条 (21) 項により、形式や肩書ではなく、実

質的に判断される。すなわち、第1に、プランの運営（management）に関して裁量的な権限または裁量的な支配権（control）を行使する者、または、プランの資産の運営または処分に関して権限または支配権を行使する者、第2に、手数料またはその他の報酬を得て、プランの資金またはその他の財産について直接または間接に投資アドバイスを与える者、またはアドバイスを与える権限または責任を有する者、第3に、プランの管理（administration）に関して裁量的権限または裁量的な義務を有する者、が受託者とされる<sup>29)</sup>。エリサ法上の受託者になると、厳格な信託義務規定が適用されることが原則となる。ただし、確定拠出型プランについては、一部適用が除外される<sup>29)</sup>。上述した、指名受託者、投資マネージャー、および信託受託者は受託者に該当する。

### 3.3. 忠実義務および注意義務

受託者が遵守すべき義務として、エリサ法は、404条（a）項（1）号において、忠実義務と注意義務を併せて規定している。エリサ法の忠実義務および注意義務は、コモンローである信託法の忠実義務および注意義務を導入したものである。ただし、エリサ法の忠実義務に関しては禁止取引免除規定が新たに導入され、義務を緩和している面もみられる<sup>30)</sup>。

#### 3.3.1. 排他的目的ルール

エリサ法404条（a）項（1）号で、「受託者は、もっぱら加入者および受給権者の利益のみのため（solely in the interest）にプランに関して義務をはたさなければならない」と定める。そして404条（a）項（1）号（A）で、「排他的目的（exclusive purpose）として、(i) 加入者および受給権者に給付を提供すること、(ii) プラン管理上の合理的な支出をすること」と規定し、忠実義務の規定を定めている。これは一般的に「排他的目的ルール（exclusive purpose rule）」と呼ばれており、この義務は、受託者（trustee）<sup>31)</sup>は受益者に対して分割できない忠実さ（undivided loyalty）をもって行動するというコモンローの要求をエリサ法上具体化したものである<sup>32)</sup>。判例は、同号の「利益のみのため」と同号（A）の「排他的目的」を区別して用いることもあるが、多くの判例は、分割できない忠実義務を用いるコモンローである信託法具体化として併せて用いている<sup>33)</sup>。

たとえば、受託者が、個人的利益のためにプランから資産を支出した場合、または、個人的利益を図らない場合であっても第三者の利益を図るような行動をとった場合は忠実義務違反となる<sup>34)</sup>。また、受託者の目的が、よこしま（evil）ではなく、また不正直（dishonest）なものでない場合でさえ、受託者の任務に専念しなければならないという「排他的目的」ではない場合は、エリサ法違反になる可能性がある<sup>35)</sup>。受託者の投資行動についても同様にあてはまる<sup>36)</sup>。

#### 3.3.2. ブルーデントマンルール

そして、404条（a）項（1）号（B）において、「当該状況下で、同等の能力で行動し、同様の事項に精通している慎重な人（prudent man）が同様の性格および目的を有する事業の運営にあたり行使するであろう注意力、技量、慎重さ、および勤勉さをもって」義務をはたさなければならないと規定している。この規定が受託者の注意義務を定めたブルーデントマンルールである。このルールは、コモンローである信託法のブルーデントパーソンルールをエリサ法に導入したものである<sup>37)</sup>。コモンローである信託法は、プラン設定者と関係のある資産に投資を行うことは禁止しているが、エリサ法は年金資産を自社株に投資することなどを許容している。したがって、エリサ法は、厳格な信託法を直接導入したというよりは、より柔軟に企業年金プランの特質にあわせて導入したのである<sup>38)</sup>。

このブルーデントマンルールによって、受託者は「慎重に」行動することが要求される。ここで、

年金資産の投資を行う場合、受託者は投資の専門家であることを必要とするか問題となるが、エリサ法は専門家であることを要求してはいない。しかし、受託者は、専門的知見を持ち合わせていない場合、専門家によるアドバイスに基づき行動することが要求される<sup>39)</sup>。受託者の行動は、ある特定の分野において必要とされる専門的知見を持ち合わせる者を基準として判断される<sup>40)</sup>。

### 3.3.3. 分散投資規定

エリサ法には、投資に関する注意義務を具体化した規定として、分散投資義務規定が存在する。404条(a)項(1)号(C)は、「分散投資を行わないことが明らかに慎重ではない状況下を除いて、多大な損失リスクを最小限にするためにプランの投資を分散」することを要求している。この条項は、信託資産は分散しなければならないとするコモンローである信託法の要件をエリサ法に導入したものである<sup>41)</sup>。しかしながら、この分散投資規定は企業年金プランの特質に応じて修正されており、たとえば、401kプランなどの従業員自ら投資運用を行うプランについては適用が除外されており、自社株に100パーセント投資することも認められている<sup>42)</sup>。また、エリサ法違反を生じる投資割合については、エリサ法上規定されていない。よって、受託者はそれぞれの状況に応じた慎重な投資を行わなければならない<sup>43) 44) 45)</sup>。

## 4. 適正な対価基準と信認義務

### 4.1. 適正な対価基準

忠実義務を具体化する規定として、エリサ法406条の禁止取引ルールが存在する。同条(a)項<sup>46)</sup>は、プランがその利害関係者との間で取引を行うことを禁止し、同条(b)項<sup>47)</sup>は、受託者が、自らの利益のためまたは自らの計算においてプランとの間で取引を行うこと、およびプランまたは加入者もしくは受給権者の利益に反する者との間で取引を行うことを禁止している。このように禁止取引ルールを設けたのは、そのような取引には内在的に明白な危険が存在することを理由とするとされる<sup>48)</sup>。しかしながら、全面的に禁止するわけではなく、408条によって適用除外が認められている。

ESOPは、同条(e)項によって、禁止取引ルールが免除されているために、利害関係人と自社株の売買を行うことができる。すなわち、ESOPが利害関係人から自社株を購入すること、また、反対にESOPが保有する自社株を利害関係人に売却することが可能である。ただし、同項(1)号は、「適正な対価」(adequate consideration)で取引を行わなければならないことを定めている。すなわち、ESOPが、株式を購入する際は「適正な対価」以上のものを支払うことはできず、また、株式を売却する際にも、「適正な対価」以下のものを受領することはできないのである。これは、確定給付型プランに関しては、厳格な信認義務規定が適用されるが、ESOPは禁止取引ルールおよび分散投資規定が免除される。ESOPは、市場価格が確立されていない株式をしばしば購入し、また、ESOPの受託者が、ESOPが購入する株式の会社役員である可能性があり、その場合利益相反状態を生じる。その結果、ESOPの資産が危険にさらされるおそれがある。そこで、そのような濫用の危険からESOPの加入者を保護する唯一の実質的な防御システム規定が「適正な対価」で取引を行うという基準なのである<sup>49)</sup>。

「適正な対価」は、エリサ法3条(18)項において、「…(A) 一般的に認知されている市場が存在する有価証券の場合は、(i) 証券取引所法6条に基づき登録されている全国証券取引所における一般的な(prevaling) 価格、または、(ii) 呈示された有価証券の価格が、そのような全国証券取引所に

において有価証券が取引されていない場合は、発行者および利害関係人から独立した者によって呈示された呼び値に基づく価格よりもプランにとって不利とならない〔価格〕であること。(B) 一般的に認知されている市場が存在する証券以外の資産の場合は、プラン規約を遵守し長官の公布する規則に従い、信託受託者および指名受託者が、誠実 (good faith) に決定した資産の公正市場価格 (fair market value) <sup>50)</sup>、と定義されている。すなわち、一般的に認知されている市場が存在する有価証券の場合は、比較的、価格はクリアに決定できるが、一般的に認知されている市場が存在しない場合は、利害関係者の間でお手盛りが生じる可能性が高い。そこで、法は、受託者が、「誠実に」「公正市場価格」を決定することを要求したのである。

では、適正な対価を決定するにあたって、ESOP 受託者が求められる行動基準とはどのようなものであろうか。

#### 4.2. 適正な対価の定義に関する規則案 (Proposed Regulation)

労働省は、適正な対価の解釈に関して、適正な対価の定義に関する規則案<sup>51)</sup> (Proposed Regulation、以下、労働省規則案という) において、受託者の行動基準について見解を示している。後述する Donovan v. Cunningham 事件において、適正な対価の解釈が判示された後、1988年5月に公表された<sup>52)</sup>。

##### 4.2.1. 適正な対価

労働省規則案は、適正な対価を決定するために、(1) 資産の評価にあたっては、公正市場価格を反映しなければならないこと、および(2) 受託者は誠実に決定しなければならないこと、とする2つの要件を要求している<sup>53)</sup>。すなわち、この2つの要件を同時に満たした場合のみ、受託者はエリサ法3条(18)項(B)号にしたがって、適正な対価を決定したとみなされるのである<sup>54)</sup>。

労働省が2つの要件を要求した理由は、議会は公正市場価格の概念を適正な対価の定義に導入しており、また公正市場価格は、資産評価の分野において確立した意味概念として用いられているため、議会は取引に関係する当事者が、関係する資産を恣意的に評価することを禁止する意向であった<sup>55)</sup>。そこで、労働省は、市場要因を反映せずに価格を決定した場合は、エリサ法3条(18)項(B)号の要件を満たさないとしたのである<sup>56)</sup>。また、議会は、誠実に行動するという範囲に制限された自由裁量を、受託者に与えた<sup>57)</sup>。しかし、受託者は、経験が少なく (naive) または十分な知識をもたず善意 (good intentions) に基づいてもっぱら行動した場合、信託義務を果たすことができない<sup>58)</sup>。そこで、労働省は、3条(18)項(B)号の要件を満たすために必要な、「受託者が誠実に決定する」ための基準を提案したのである<sup>59)</sup>。さらに、たとえこの労働省規則案の「誠実に決定する」という基準を満たしたとしても、計算間違いまたは確実情報を正直に考慮しなかった場合など、「誠実に決定する」だけでは公正な結果を保障しない状況があるかもしれない<sup>60)</sup>。適正な対価を決定することは、法令上免除規定が適用される条件となっているため、議会が想定した外部保護手段 (external safeguards) をもって行った取引に限って、免除規定が適用されるべきであると、労働省は考えていた<sup>61)</sup>。そこで、これらの目的を遂行するために、労働省規則案は、評価の結果が市場対価 (market consideration) を反映しており、かつ誠実に行動した評価過程の産物であるということを確実にするために、二つの要件をリンクさせたのである<sup>62)</sup>。

##### 4.2.2. 公正市場価格

労働省は、第一の要件である「公正市場価格」を、「買い手 (willing buyer) と売り手 (willing seller) の間で、買い手が購入を強制されず、売り手も売却を強制されない場合、そして両当事者と

も、[取引の] 意思がある場合と同様に、資産について取引が可能であり、そして、その資産の市場において取引が可能であり、かつ [資産およびその資産の市場について] 十分な情報がある場合、資産の取引が行われる時の価格」を意味すると解釈しており、基本的に、資産評価の分野において十分に確立された条件を反映している<sup>60</sup>。また、労働省は、資産の公正市場価格は、唯一の評価を受け入れるということではなく、様々な評価を反映して判断すべきであると考えている<sup>60</sup>。

労働省は、公正市場価格の決定に関して、2つの特別な要件を加えて提案した。第一に、公正市場価格は、関連する資産の取引を行った日を基準として決定されなければならないとする。この要件は、後述する *Donovan v. Cunningham* 事件で生じたことを防止するために設けられたとされる。第二に、公正市場価格は、評価の方法について記述されている書面を参照して決定しなければならないとする<sup>61</sup>。この要件は、適正な対価を決定することによって、エリサ法の禁止取引ルールから免除されるという観点から要求された<sup>60</sup>。

#### 4.2.3. 誠実

労働省は、第二の要件である「誠実」の要件について、受託者の目的 (intent) または気分 (state of mind) の調査を命じるのではなく、客観的な行動基準を創設している<sup>62</sup>。受託者が誠実に調査したかどうかの判断は、公正市場価格を決定する際の受託者の行動に焦点をあて決定される<sup>60</sup>。そして、受託者が客観的に誠実の基準を満たしたと判断されるためには、受託者は、すべての関連する事実および状況の調査を行わなければならない<sup>63</sup>。

労働省規則案は、受託者が誠実に行動したかどうか判断する際に、2つの要素に焦点をあてる。第一に、受託者は、健全なビジネス評価原則 (sound business principles of evaluation) を採用し、かつ評価時点における一般的な状況について慎重な調査を行うことを要求され<sup>60</sup>、第二に、評価を行う受託者は、(プラン以外の) 取引に関係するすべての当事者から独立するか、または、受託者は、(プラン以外の) 取引に関係するすべての当事者から独立した鑑定人の報告を信頼すべきであるとする<sup>71</sup>。すなわち、プランとプランスポンサーは密接な関係であるため、受託者が、両者の間で取引される資産を評価する場合、重大な利益相反の可能性が生じる<sup>72</sup>。そこで、(プラン以外の) 取引に関係する当事者から独立した者による評価、すなわち、独立した受託者によって評価が行われた場合、または独立した鑑定人の報告に従い行動する受託者によって評価が行われた場合に限り、「誠実」の要件を満たしたことを証明できるとしたのである<sup>73</sup>。

#### 4.3. 巡回区控訴裁判所判例

##### 4.3.1. *Donovan v. Cunningham* 事件<sup>74</sup>

適正な対価の決定についての解釈に、はじめて取組んだ判例が、*Donovan v. Cunningham* 事件である。本件は、利益相反状態が問題となった事件である。

Metropolitan Contract Services, Inc. 社 (以下、Metropolitan 社という) は、従業員のために ESOP を設立していた。ESOP のプラン書面には、プランについての投資に関する決定は、Cunningham から構成される取締役会によって任命された管理委員会の構成員である指名受託者が行うと規定されていた。そして、取締役会の構成員は、自分たちを管理委員会の構成員に任命した。Cunningham は、取締役会議長、最高経営責任者、および唯一の株主であった。

Metropolitan 社取締役会の当時の構成員であった Cunningham らは取締役としての権限で、Cunningham から株を取得するために、ESOP に28万8千ドルを拠出することを決議した。そして、



Cunninghamらは管理委員会としての権限で、Metropolitan社1440の株式、1株式あたり200ドルで、Cunninghamから合計28万8千ドルで取得することを決議した。半年後、Cunninghamらは、取締役および管理委員会としての権限において、Metropolitan社株式をCunninghamから1株式あたり200ドルで追加的に5千株式、合計100万ドルで購入した。この2番目の取引資金を捻出するために、管理委員会は、ESOPにAllied Bank of Texas社から100万ドルの融資を受けさせた。プラン書面と融資契約書によると、この融資を償還するために、Metropolitan社が十分な資金をESOPに拠出することを義務付けられていた。

労働長官は、訴訟を提起し、2つのESOP取引時点の管理委員会の構成員であったCunninghamらが「株式の公正市場価格を決定するのに必要な手続に従わなかった」こと、および、株式購入の際に「適正な対価以上の支払いを被告であるCunninghamに対して行うことを、プランに強いた」ことは、エリサ法によって課された信託義務に違反すると主張した。地裁は訴えを棄却したため、労働長官は控訴した。

第5巡回区控訴裁判所は、「ESOP受託者は『適正な対価』で自社株を購入しなければならないというエリサ法の要件は、404条の義務に依然従わなければならない者に対して、効力をおよぼすために解釈すべきである。この点、適正な対価テストが、ブルーデントマンルールのように明白に受託者の行為に焦点を合わせることは特に重要である。3条(18)項に基づく対価の適正さを裁判所が審査することは、支払われた価格が『受託者によって誠実に決定された資産の公正市場価格』であるかどうか尋ねることである。改めてそれ自身の適正な額を再決定することではない。被控訴人らの主張とは反対に、これは主観的な誠実を探究するのではない—すなわち純粋な心と空っぽの頭では十分ではない。3条(18)項における誠実に対する法令の参照は、最も重要である404条の義務を踏まえて解釈されるべきである。そうすることにより、ESOP受託者は、そのときの一般的な状況において、慎重な調査を行い、公正市場価格の決定に至ったということを示すことによって、適正な対価が支払われたことについての証明責任を果たすことができる<sup>79)</sup>」と判示した。そして、「閉鎖会社の評価は、非常に不正確な技術である。[評価]過程に内在する不確実度、およびさまざまな潜在的な事実の種類のために、裁判所は、3条(18)項の法律問題として、受託者に特別の評価手法に従わせることを要求すべきではない。彼らが従うべき基準は、依然として慎重基準である。(中略)慎重な受託者であれば、自身の努力またはアドバイザーの助けを借りて、事実および仮定における明らかな変化の結果を分析したであろう。独立した評価は、受託者が責任を履行したことを保証するための取引のうえに単に振りかざす魔法の杖ではない。それは道具であり、すべての道具のように、適切に使われたときのみ役に立つのである。独立した評価を適切に利用することによって、エリサ法の受託者は閉鎖会社の評価の専門家になる必要はない—すなわち、自分以外の者の専門家としての知識を信頼することができるのである。しかしながら、専門家の意見に基づく情報源として、受託者は、その情報が完全かつ最新かどうか裏付ける責任がある。そのようなことを行わなかったことにおいて、被控訴人らは、404条に基づく慎重義務に違反し、また同様に適正な対価を支払ったということを立証できていない。したがって、本件ESOP取引もまた、406条によって禁止される<sup>80)</sup>」、とし、委員会の構成員が、株式購入にあたり1年以上前の鑑定に依拠したことは、不合理であると判示し、地裁に破棄差戻した。

本判決において第5巡回区控訴裁判所は、取引が、適正な対価で行われたかどうかは、受託者の行為に焦点をあてて判断し、また、3条(18)項を解釈する際には、404条の規定を最優先にして解釈す

るべきであるとする。すなわち、受託者が従わなければならないのは慎重基準であるとするのである。また、慎重な受託者は、専門家になる必要はないが、独立した評価を適切に利用し、その評価が完全かつ最新かどうか裏付けなければならいと判示したのである。

#### 4.3.2. Howard v. Shay 事件<sup>77)</sup>

Howard v. Shay 事件は、Donovan v. Cunningham 事件と同様、受託者の利益相反状態が問題となった事例である。

Pacific Architects and Engineers, Inc. 社（以下、Pacific 社という）の ESOP は、Pacific 社株式を Shay から約427万ドル、一株あたり10.67ドルで、発行済株式の約40パーセントを購入した。Shay は Pacific 社の社長、取締役会議長、および ESOP 受託者の一人であり、売却前には、Pacific 社全株式を所有していた。1988年に、Shay の共同受託者であり、その部下で上級役員である、Smith および Lehre は、ESOP に Pacific 社株式を、Shay に1株あたり14.40ドルで売戻させた。株式の価格は、ESOP の鑑定人である Arthur Young 社によって決定された。Arthur Young 社が Pacific 社の評価を行うにあたって、受託者はこれまでの財務諸表および独立した鑑定人による不動産の評価を、Arthur Young 社に提供し、Arthur Young 社は、この情報を完全に信頼していた。受託者は、Arthur Young 社が行った評価を閲読していなかったにもかかわらず、Arthur Young 社の評価によって、取引価格を決定することを、ESOP 管理委員会が前もって同意したことを Lehre は了承していた。ESOP が Pacific 社の株式を保有している間に、Arthur Young 社が日本の不動産価格における考えられない上昇と呼んだほどの、Pacific 社の相当な利益を考えると、Pacific 社株式の売買により、ESOP が得た利益である2.2パーセントの年複利収益率はわずかなものであった。

ESOP の加入者である Howard らは、Shay、Smith、および Lehre をエリサ法による信託義務違反に基づき訴えた。地裁は、Arthur Young 社は受託者からすべての関連する重要な情報を受領しているので、受託者は慎重に行動していたとし、1株あたり14.4ドルという価格は、完全かつ公正で、適切な対価であると判示し、請求を棄却した。そこで Howard らが控訴した。

第9巡回区控訴裁判所は、「受託者が忠実かつ注意をもって行動したかどうか調査するように、ESOP が適正な対価を受領したかどうかの調査は、受託者の調査が完全であったかどうかには焦点が当てられる。1108条 (e) 項<sup>78)</sup>に従い、自己取引に従事する受託者は、注意義務および忠実義務を果たし、かつ ESOP が適正な対価を受領したことを立証する責任がある。この責任は重い。受託者の忠実さに問題がある可能性がある場合、最低限、プラン受益権者の最善の利益のために受託者が行動するように確実にするため、それらのオプションを徹底的かつ精密な独立した調査に従事することを必要とする。財務アドバイザーおよび弁護士による独立した査定を保証することは、徹底的な調査の証拠になるけれども、それは軽率 (imprudence) の非難に対する完全な防御にはならない。…独立した専門家のアドバイスは、『完封 (whitewash)』にはならない<sup>79)</sup>」、と判示した。そして、受託者が行うべき3つの要件をあげた。すなわち、「受託者は、(1) 専門家の資質を調査し、(2) 専門家に完全かつ正確な情報を提供し、そして (3) 専門家のアドバイスを信頼することが、そのような状況で合理的に正当化されるものか確認しなければならない<sup>80)</sup>」、としたのである。つまり、「独立した評価は、受託者が責任を履行したことを保証するために取引のうえに単に振りかざす魔法の杖ではない。それは道具であり、すべての道具のように、適切に使われたときのみ役に立つのである。<sup>81)</sup>」と Donovan v. Cunningham 事件の判旨を引用し、「独立した鑑定を正当に信頼するために、利益相反状態にある

受託者は閉鎖会社の評価の専門家になる必要はない。しかし、受託者は正直に、評価を読み、理解するための客観的な努力を行い、意味をなさない方法や査定に疑問を呈すことを要求される。その評価について注意深く審査を行い、専門家と議論した後に、依然として、不確実なことが存在するならば、受託者は別の会社に評価を審査させるべきである<sup>82)</sup>」、と判示した。

そして、独立した鑑定が軽率 (imprudence) の防御になるという見解を批判し、自己取引の場合の受託者の濫用の危険性を述べた。すなわち、「自己取引を行うことを決定した受託者は、取引価格を決定する最終評価を左右させる十分な機会があるのである。受託者は、専門家を選択し、専門家に伝える情報を制限することができるのである。(中略) 利益相反の受託者は、単に専門家を雇用しただけでは、エリサ法上の調査の要求を満たすことはない<sup>83)</sup>」とし、事実認定について地裁の判断に疑問があるとし、破棄差戻しの判決を下した<sup>84)</sup>。

本判決において第9巡回区控訴裁判所は、Donovan v. Cunningham 事件と同様の基準を示して、独立した査定を保証するだけでは軽率の非難に対する防御にはならないとし、必要とする3つの要件をあげている。すなわち、①専門家の資質を調査すること、②専門家に完全かつ正確な情報を提供すること、③専門家のアドバイスを信頼することが、そのような状況で合理的に正当化されるものか確認しなければならないこと、である。そして、専門家の評価を注意深く調査し、専門家に質問した後に、依然として不明確なことがある場合は、別の会社に評価を審査させなければならないと判示したのである。

#### 4. 3. 3. Herman v. Mercantile Bank, N.A. 事件<sup>85)</sup>

Herman v. Mercantile Bank, N.A. 事件は適正な対価の決定について、これまでとは異なった基準で判断を下した判例である。

Mercantile 銀行は、閉鎖会社である Lenco 社が実施する ESOP の信託受託者であった。Mercantile 銀行は、ESOP の保有する株式を Ford に売却した。後に、Lenco 社 ESOP 委員会は、ESOP 信託受託者として、Mercantile 銀行の代わりに Mueller を任命し、その翌日、Mueller は、Ford に売却した価格と同じ価格で、Ford から株式の買戻しを行った。後に、Lenco 社は財政問題が生じ破産を申請した。Lenco 社の破産によって、ESOP は積立金を失った。労働長官は、Mercantile 銀行をエリサ法に基づく信託義務違反で提訴した。

地裁は労働長官の請求を棄却したので、労働長官が控訴した。労働長官は、Mueller が Lenco 社株を買戻したことは、承継の信託受託者として Mueller は任命されていたけれども、Mercantile 銀行は、ESOP に対する信託義務が継続され、したがって、Mercantile 銀行自体は、買戻しを行っていないが、買戻しを防止する行動をとらず、Mueller の死後、ESOP の信託受託者に再任されたときに、ESOP に対する買戻しの結果を改善しなかったことについて、エリサ法に基づいた責任があると主張した。

第8巡回区控訴裁判所は、買戻しを実際に行った Mueller の行為がエリサ法違反になるときのみ、Mercantile 銀行に買戻しの責任の可能性があるとして述べた。そして、Mueller が株式の価値を適切に調査しなかったこと、および、公正市場価格を超えて株式を購入したことは、エリサ法に違反し、結果として ESOP に対する信託義務に違反するとの労働長官の主張に対して、裁判所は、「たとえ、信託受託者が株式の公正市場価格を決定する際に誠実な努力をもって行わなかったとしても、『仮定的な慎重な受託者が、同じ決定をしたことがうかがえる場合は、信託受託者は責任とは無関係である。』したがって、慎重な信託受託者が、Mueller が購入した価格で Lenco 社株を購入したであろうと考えられ

る場合は、Mueller が株式の公正市場価格を決定する際に誠実な努力をもって行ったかどうかにかかわらず、Mueller はエリサ法に違反しない<sup>65)</sup>」と判示し、株式の公正市場価格は、Mueller が支払った額にほとんど接近しており、Mueller がわずかに余分に支払ったとしても、そのことを知っていた理由はないとして、仮定的な慎重な受託者も Mueller と同じ立場なら同様のことを行った可能性があるとした。そして、「Mueller は株式に払いすぎたかもしれないけれども、払いすぎているということを知っている理由はないという結論を下した地裁に誤りはない。自社株の価格を決定することは、精密科学ではないのである<sup>67)</sup>」と述べ、受託者の責任を否定し、請求を棄却した<sup>68)</sup>。

本判決において第 8 巡回区控訴裁判所は、適正な対価を決定するにあたり、誠実に決定するというのではなく、「仮定的な慎重な受託者」に焦点をあてる。すなわち、「仮定的な慎重な受託者」が、受託者と同様の決定をしたと考えられる場合は責任はないとし、受託者が公正市場価格を決定する際に、誠実な努力をもって行ったかということを問題としていないのである。

#### 4.3.4. Chao v. Hall Holding Co 事件<sup>69)</sup>

これに対して、Chao v. Hall Holding Co 事件は、前述の Herman v. Mercantile Bank, N.A. 事件の判旨を批判し、反対の結論を下した判決である。

持株会社である Hall Holding Company 社（以下、Hall Holding 社という）は、Goldman Financial Group, Inc. 社（以下、Goldman 社という）の子会社であり、主な資産は、Hall Chemical Company 社（以下、Hall Chemical 社という）である。後に ESOP の受託者に就任した Kathleen は、Hall Chemical 社に ESOP を設立することを計画し、エリサ法専門の弁護士に相談した。弁護士は、独立した評価は資格のある独立した鑑定人によって実行されるべきである旨のアドバイスをを行った。そこで、以前別の会社に勤務していた際に、Goldman 社および Hall Chemical 社を含むその財産を査定した経験のある Cunningham と契約した。Cunningham は、Hall Chemical 社 ESOP が、Hall Holding 社の株式を購入するのにもかかわらず、Hall Holding 社ではなく Hall Chemical 社の査定を行った。Cunningham が行った査定は Cunningham が以前行った査定と一致しており、ESOP 受託者は、その評価に対して詳細に検討を行わなかった。

労働長官は、Hall Holding 社および ESOP の受託者を、信託義務違反で訴えた。地裁は、原告に有利な略式判決を下したため、そこで、Kathleen らが控訴した。

第 6 巡回区控訴裁判所は、Howard v. Shay 事件の 3 つの要件を引用し、そのうち 2 番目および 3 番目の要件を検討した。そして、「… Cunningham は、完全かつ正確な情報があたえられていない。さらに、被告らが、Hall Holding 社の評価を決定する際に、Cunningham による Hall Chemical 社の評価に依拠することでは、合理性は正当化されない。事実、被告らが彼の評価に依拠することは、404 条 (a) 項 (1) 号の信託義務規定違反となる。特に、慎重人の義務に違反することになる…。Hall Holding 社株式の 110 の株式の価格を決定する際に、同様の状況で行動するであろう慎重人 (prudent person) として行動しておらず、Hall Chemical 社の ESOP 加入者に対して『一意専心に捧げて (single-minded devotion)』行動していない。<sup>70)</sup>」と判示した。

そして、仮定的な合理的な受託者が Hall Chemical 社の ESOP の株式の価格を同じ値段で支払った場合は、責任はないとの控訴人らの主張に対し、Herman v. Mercantile Bank 事件の判旨を引用し以下のように判示した。すなわち、「… Mercantile Bank 事件における反対意見が示した立場がより説得的である。被告らが支持する立場および Mercantile Bank 事件の多数意見を採用するとするならば、裁判

所は、「適正な対価」の定義を無視することを要求されるだろう。そのような解釈は不適切であり、議会の意思に反していると考えられる。(中略) Mercantile Bank 事件の反対意見によって説明されるように、「適正な対価」の定義は、2つの異なった部分がある。まず、「公正市場価格」の部分であり、次いで、「信託受託者によって誠実に決定される」とする部分である。しかしながら、Mercantile Bank 事件の多数意見は、エリサ法 3 条 (18) 項 (B) 号における誠実に決定するというものを軽視している<sup>31)</sup>。そして、本判決について、「仮定的な合理的な受託者が同じ価格で Hall Holding 社の株式を購入したかどうか決定しなかった地裁に誤りはない。「適正な対価」を決定する際に、3 条 (18) 項 (B) 号は、公正市場価格の決定ばかりではなく、404 条の信託義務の観点から公正市場価格の決定にいたったプロセスの精査を必要とする。<sup>32)</sup>」とし、被告らは、Cunningham が評価を実行するに必要なすべての情報があたえられておらず、そして、違う会社を評価しているので、被告らが、Cunningham の評価に依拠することは適切ではないことなどの理由により、Hall Holding 社株式の価格について誠実さをもって決定を行っていないことが証明され、被告らは禁止取引に従事していたことを証明すると述べた。そして、「被告らは Hall Holding 社株式の公正市場価格の決定に誠実に従事していないので、3 条 (18) 項 (B) 号に基づく「適正な対価」の定義は満たしていない。それゆえ、裁判所は、特に被告らの主張を拒絶し、仮定的な合理的な受託者によって支払われた価格は、被告らが 406 条 (a) 項 (1) 号違反かどうか決定する際には関係ないのである<sup>33)</sup>」、とした。そして、本件においては、被告らの行為と ESOP が被った損失との因果関係を立証する必要はないと判示したのである。

本判決において第 6 巡回区控訴裁判所は、Howard v. Shay 事件と同様の基準を示し、そして、Herman v. Mercantile Bank, N.A. 事件のとった「仮定的な慎重な受託者」基準に判断する見解を、「適正な対価」の定義を無視すると批判し、誠実に決定することを必要とする。そして、禁止取引ルール違反を判断する際には、「仮定的な慎重な受託者」が、同様の決定をしたかどうかは、関係ないと判示したのである。

#### 4.4. 考察

「適正な対価」を決定するにあたっての解釈の問題に、Donovan v. Cunningham 事件がはじめに取り組んだ。裁判所は、議会が、ESOP を奨励しようとする政策とエリサ法の信託義務規定の競合についての問題について、加入者の利益保護を強調し、408 条の禁止取引免除規定よりも 404 条の信託義務規定が優先して適用されることを判示している。すなわち、自社株を「適正な対価」で購入する場合は、404 条の信託義務規定に基づいて受託者は行動しなければならないことを強調しているのである。また、投資判断については、結果責任ではなく、受託者の行為に審査の焦点をあてることを重要とする。「誠実」に決定するということについて、受託者は、「純粋な心と空っぽの頭」で行動することでは不十分であるとし、慎重な調査が必要であるとする。適正な対価の決定にあたっては、独立した評価が必要であり、かつそれらが適切に用いられることを必要とする。そして、受託者は、その情報が最新のものかどうか確認する義務があるとするのである。

本判決の後に、適正な対価を決定する際における受託者の行動基準について、労働省により労働省規則案が公表された。ここで労働省は、適正な対価の決定にあたって、「公正市場価格の反映」と「誠実に決定」という要件を強調した。「公正市場価格の反映」の要件については、Donovan v. Cunningham 事件で生じたことを防止するために、取引日時点での価格で公正市場価格は決定されるとし、資産の評価が最新でなければならないことを強調している。また、「誠実に決定」という

要件に関しては、客観的な行動基準で判断するとし、Donovan v. Cunningham 事件の見解と一致している。また、受託者は、健全なビジネス評価原則 (sound business principles of evaluation) を採用し、評価時点における一般的な状況について慎重な調査を行うことが要求される。さらに、評価を行う受託者は、(プラン以外の) 取引に関係するすべての当事者から独立するか、または、(プラン以外の) 取引に関係するすべての当事者から独立した鑑定人の報告を信頼すべきとされる。

Howard v. Shay 事件においては、受託者の利益相反状態における行動が問題となった<sup>94)</sup>。本件でも、Donovan v. Cunningham 事件を引用し、受託者は、独立した鑑定人による評価を信頼しただけでは、慎重に行動したことにはならないとし、受託者は、(1) 専門家の資質を調査し、(2) 専門家に完全かつ正確な情報を提供し、そして (3) 専門家のアドバイスを信頼することが、そのような状況で合理的に正当化されるものか確認しなければならないとする。また、受託者が、自己取引に従事した際に、取引価格を決定する鑑定人の評価を濫用する危険性を判旨は指摘している<sup>95)</sup>。

「誠実に決定」するという要件について、Herman v. Mercantile Bank, N.A. 事件と Chao v. Hall Holding Co 事件は、対照的である。Herman v. Mercantile Bank, N.A. 事件は、受託者が、たとえ誠実な努力をもって公正市場価格を決定しなかったとしても、仮定的な慎重な受託者が購入したであろう価格で、株式を購入した場合は、受託者の責任がないと判示している一方、Chao v. Hall Holding Co 事件では、受託者は、公正市場価格を誠実に決定することを要求している。そして、受託者が慎重な調査を行わなかった場合は、たとえ公正市場価格で自社株が購入されていたとしても、信託義務違反があると判示している。また、受託者の行為と ESOP が被った損失との間の因果関係を立証する必要はないと判示している。

巡回区控訴裁判所の判旨および労働省規則案を検討してきたところによれば、受託者が従うべき行為基準は、以下のようになると思われる。すなわち、自社株を一般的に認知されていない市場で「適正な対価」で取引する場合、受託者は、404条の信託義務規定に従って行動しなければならない。要するに、408条によって禁止取引ルールは免除になるものの、404条の一般的な信託義務規定には依然として従わなければならない<sup>96)</sup>。

公正市場価格の決定にあたっては、受託者が価格を決定するに至ったプロセスに焦点があてられ<sup>97)</sup>、また、取引が行われる時点の価格を基準として決定されなければならない。すなわち、受託者は、専門家の意見に基づく情報が、完全かつ最新かどうか裏付ける責任があるのである<sup>98)</sup>。

誠実の要件を満たすには、主観的ではなく客観的な行動基準が必要である<sup>99)</sup>。資産の価格は、一般的な状況について慎重な調査を行い、健全なビジネス評価原則を採用し決定されたか考慮しなければならない<sup>100)</sup>。受託者が、慎重な調査を行わなかった場合は、公正市場価格で自社株が取引されていたとしても、信託義務違反の可能性がある<sup>101)</sup>。その場合は、ESOP が被った損失との間の因果関係を必要としない。

また、評価を行う受託者が、取引に関係するすべての当事者から独立するか、または受託者が依頼する報告書を発行する鑑定人が、取引に関係するすべての当事者から独立することが必要である。しかしながら、独立した鑑定を保障するだけでは、受託者は慎重に行動したとはいえない。受託者は、専門家の資質調査を行い、また、専門家に完全かつ正確な情報を与えなければならない。そして、受託者は誠実に評価を読取り、理解するための客観的な努力を行い、意味をなさない方法や査定に疑問を呈すことを要求される。その評価を注意深く審査し、専門家と議論した後に、依然、不確かなこと

があるならば、受託者は別の会社に評価を審査させるべきなのである<sup>102)</sup>。

そうすることによって、受託者は、ESOPの加入者および受給権者に対して責任を果たしたということができるのである。このように受託者が、客観的かつ合理的な行動を果たしたならば、たとえ、支払われた対価が公正市場価格と幾分か差異があった場合であっても、信託義務違反は生じないことになるであろう。

## 5. ESOPによる自社株投資による信託義務

本章では、ESOP受託者が、自社株に投資する際の信託義務について考察していくこととする。

### 5.1. 自社株投資の信託義務

エリサ法404条(a)項(1)号(D)<sup>103)</sup>は、エリサ法に違反しない限りにおいて、プランを運営するための書面(document)や証書(instrument)を遵守することを要求している。この規定は、合法的な範囲でプランを運営するプラン書面(plan document)を遵守しなければならないとするコモンローである信託法の要件をエリサ法に導入したものである<sup>104)</sup>。この要件に従い、受託者は、プランを運営する書面を取得し、投資権限および制約について精通しなければならない<sup>105)</sup>。エリサ法は、プランを運営する書面および証書の内容について、規定していないが、信託契約は、これに含まれるとされる<sup>106)</sup>。

ESOPは、前述したように、407条(d)項(6)号および内国歳入法4975条(e)項(7)号によって、「主に」自社株に投資することが規定され、また、プラン書面には、年金資産に、かなり高い割合で自社株投資することが記載される<sup>107)</sup>。そこで、自社株に投資するよりも他の銘柄に投資した方がリターンが大きい場合、また、株価が下落し、会社倒産の危険がある場合に、受託者は、プラン書面の内容に従い自社株に投資を続けるべきか、あるいは、加入者および受給権者の利益のため自社株以外のものに投資すべきか<sup>108)</sup>。すなわち、排他的目的ルールおよびブルーデントマンルールと、書面遵守義務との競合が問題となるのである<sup>109)</sup>。

では、受託者は、どのような行動基準にしたがい、どちらの義務を優先して行動すべきなのであるうか。そこで、第3巡回区控訴裁判所で判決された、Moench v. Robertson 事件の判旨を中心に、巡回区控訴裁判所の判例を考察していくこととする。

### 5.2. 巡回区控訴裁判所判例

#### 5.2.1. Eaves v. Penn 事件<sup>110)</sup>

ESOP受託者の自社株投資におけるプラン書面遵守義務と404条(a)項(1)号(A)および同号(B)の遵守義務と競合が、最初に問題になった事例がEaves v. Penn 事件である<sup>111)</sup>。

Pennは、Glen社を買収した。Pennは、プランの信託受託者およびプラン委員会の構成員となり、プロフィットシェアリングプラン<sup>112)</sup>をESOPプランに変更した。PennはESOPに事前に約49万ドル拠出し、その内訳は、営業資本およびGlen社の流動資産から得られた約22万ドルと、Will Rogers銀行からのローンである27万5千ドルであった。Glen社のESOPは、取締役会の唯一の裁量で、自社株または現金で拠出されると規定されていた。取引の結果、Pennは個人的に、またプランの信託受託者として、会社発行済株式のすべてを取得した。彼は、プラン信託受託者、取締役会議長、プラン委員会、およびGlen社のバイスプレジデントに任命された。この一連の取引により、会社の株式の価値は、およそ50万ドル減少した。Pennの会社運営のまずぎ、また前述の拠出により、会社は財政上破綻して

しまった。

地裁は、Penn は、もっぱら加入者の利益のみのために行動せず、そして取引の際に慎重に行動しなければならない受託者の義務をはたさず、合理的な方法をとらなかったことは、エリサ法404条 (a) 項 (1) 号に違反すると判示し、原告の請求を認めた。そこで、Penn が控訴した。

エリサ法に違反することがない限り、ESOP 信託受託者はプランの規約および404条 (a) 項 (1) 号 (D) によって、自社株に投資するように拘束され、また、プラン書面に従いプランを管理する受託者は、自社株に投資することがエリサ法の禁止条項に矛盾しない限り、404条 (a) 項 (1) 号の「排他的目的ルール」および「ブルーデントマンルール」を満たしていると考えられるとのPennの主張に対し、第10巡回区控訴裁判所は以下のように述べた。すなわち、「私たちの見解では、エリサ法の言葉または404条がこの主張を拒絶させる。404条に適用される唯一の法令上の制限は、404条 (a) 項 (2) 号に包含されている…。ESOP 受託者は、エリサ法406条および407条にもとづく自社株投資におけるある種違反自体から解放される可能性がある一方、プラン資産に自社株が投資されるべきであるかどうかについて投資決定を行う際に、ESOP の受託者は、ちょうど他のプランの受託者のように、404条 (a) 項 (1) 号 (A) および同号 (B) の「利益のみのため」および「慎重」テストで統治されることを、法令自体の構造が要求している<sup>113)</sup>。そして立法経緯を引用した後に、「404条の自然かつ明確な解釈と相まって、上述した立法経緯のセクションによって、ESOP 受託者は、分散化投資要件の基準の範囲を除いた、他の受託者と同様の受託者基準にしたがわなければならないという結論に導く<sup>114)</sup>」、と判示し、一部を除いて請求を棄却した (一部差戻)。

本判決において第10巡回区控訴裁判所は、ESOP 受託者が、自社株に投資するに際し、分散化要件は適用されないが、「排他的目的ルール」および「ブルーデントマンルール」は適用されるとしている。すなわち、プラン書面を遵守する際には、エリサ法上の分散化投資規定以外の信託義務規定を遵守しなければならないと判示したのである。

### 5.2.2. Moench v. Robertson 事件<sup>115)</sup>

自社株投資の受託者の行動基準について、Moench v. Robertson 事件において、第3巡回区控訴裁判所は、これまでとは異なった注目すべき判断を行った。そこで、冗長ではあるが詳しく説明する。

Statewide Bancorp 社 (以下、Statewide 社という) は、主として Statewide 社に投資するように設計された ESOP を設立していた。信託受託者は、ESOP を管理する ESOP 委員会が指示した方法で資金を投資する責任があった。Statewide 社の ESOP に対する拠出は、ESOP ローンの元利の返済に適用されない場合、プラン規約に基づいて、すべて ESOP 株式に投資しなければならないかった。

Statewide 社は、1989年に財政難に直面し、Statewide 社の普通株の市場価格が一株あたり18.25ドルから9.5ドルに下落し、1991年の5月には25セント以下となった。ESOP 委員会は、この期間中の株価下落、また、Statewide 社の不安定な状態を認識できたにもかかわらず、定期的に ESOP 資金を Statewide 社普通株に投資した。結局、信託受託者は、1991年前半に Statewide 社株に投資することを中止した。その結果、Statewide 社株の下落によって、従業員の ESOP アカウントは無価値同然になった。そして、1991年5月23日に、Statewide 社は破産を申請した。

Statewide 社従業員および ESOP 加入者であった Moench は、プラン委員会のメンバーである被告らを、主にエリサ法に基づく信託義務違反で訴訟を提起した。地裁は、委員会は Statewide 社株式以外投資する権限がプラン規約上裁量権がないとする被告に有利な略式判決を下した。そこで、Moench



が控訴した。

第3巡回区控訴裁判所は、エリサ法上の受託者の決定につき、裁判所が審査できる範囲について考察した。裁判所は *Firestone Tire and Rubber Co. v. Bruch* 事件<sup>116)</sup> を検討し、「裁判所は、コモンローである信託法を審査した後、信託の言葉 (language) が最終的な司法審査基準を支配すると結論を下した。したがって、『権限の行使に関して、裁量権が信託受託者に授与された場合、信託受託者による裁量権の濫用を防止することを除いて、その行使は裁判所によって支配されることはない』。しかしながら、信託契約 (trust agreement) が、プランにおける不明確な条項を解釈する権限、また適格な決定を行う権限を信託受託者に付与しない場合は、信託受託者は、[決定について] 敬意をもたれる (deference) 資格はなく、裁判所は、新たな審査 (de novo review) を行使する<sup>117)</sup>」、と述べた後に、「ここで、プランは、委員会にその規約を解釈する自由な (unfettered) 裁量権を与えた。さらに委員会の解釈は最終的なものであると重ねて規定していた。したがって、委員会がプランを解釈したと想定すれば、恣意的かつ気まぐれな基準 (arbitrary and capricious standard) が適用され、プラン書面の解釈が不合理な場合のみ、裁判所はその解釈を妨げるであろう<sup>118)</sup>」、と判示した後に、プランは、委員会に *Statewide* 社株式に排他的に投資しなければならないことを要求していなかった、と裁判所は判断を下した。

次に、ESOPの目的は自社株に投資することなので、*Statewide* 社株式に投資することは、エリサ法に基づく責任はないというESOP委員会の主張を検討した。裁判所は、再び信託法に目を向け、「信託受託者は一通常の信託および年金給付プランの両者とも一信託の投資を分散する義務の下にある一方、その義務は信託の規約によって放棄させられる。これらの原則の観点から判断すると、ESOPを分散化の義務から免除しているエリサ法の条項は、単にESOP信託規約の法令上の承認である。(中略) 信託法は2つのタイプの指示を区別する。特定の投資を行うことを、強制されるか、許容されているかのどちらかである。信託が、受託者に特定の株に投資するのを要求している場合は、『遵守することが不可能または不法』、または逸脱が裁判所によって認められない限り、信託受託者は遵守しなければならない。証書 (instrument) が、特定の投資のみに許容 (allows) または許可 (permits) している場合は、『受託者は依然、投資…決定を行う際に、注意、技量、用心 (caution) を行使しなければならない』<sup>119)</sup>』と、述べた後に、「受託者が、絶対的に自社株に投資することを要求されるのではなく、そのような投資を行うことを単に許容されている以上のものである場合は、受託者は推定的に自社株に投資することが要求される一方、そのような投資が、もはや信託の目的または設定者の意図を果たさない場合がくるかもしれない<sup>120)</sup>」ので、受託者の司法審査を免除するべきではないが、厳格な審査を受けさせるべきではないとし「裁判所は、…受託者の行為について新たな審査を引き受けるべきではない。むしろ、もっとも論理的な結果として、事業主証券に投資を続ける受託者の決定は、裁量権濫用基準 (abuse of discretion) で審査されるべきである<sup>121)</sup>』と判示した。そして、「エリサ法の背後の目的およびESOPの特質との兼ね合いで、自社株に資産を投資するESOP受託者は、その決定によってエリサ法に遵守して行動しているという推定が与えられる…しかしながら、原告は、受託者が自社株に投資する際に、その裁量権を濫用したことを確立することによって、その推定を覆すことができる<sup>122)</sup>』と判示し、「ESOPの指示に継続的に従うことは、設定者が期待する慎重な信託受託者が運営するであろう方法と一致しているということを、エリサ法の受託者が合理的に信じる可能性がなかったであろうということを、原告は証明しなければならない。(中略) 自社株に投資した

ESOP 受託者が、エリサ法を遵守して行動したという推定が反論されたかどうか決定する際に、裁判所は、会社の財政状態が悪化している時、会社の取締役として二役を演じる ESOP 受託者は、しばしば2つの主人に仕えねばならないことを認識すべきである。そして、受託者の忠誠心が不確実であれば不確実であるほど、働くべき裁量権はより少なくなる。実際に、「受託者に二重忠誠があるとき、慎重人 (prudent person) 基準は、彼がすべての投資決定の慎重で公平な調査を要求する」。<sup>120)</sup>と述べた。そして、Martin v. Feilen 事件<sup>120)</sup> を引用し、閉鎖会社の ESOP の場合、不忠実な自己取引および分散化されていない投資によって、受益者の危険が内在的に高まるので、受託者が取引を実行する前に、代替的な投資行動を調査し、外部アドバイザーに依拠したかどうか判断しなければならないとした。さらに、「受託者が、公平にオプションの調査を行ったことを証明することができないならば、裁判所は、裁量権の濫用であると進んで判示するべきである<sup>121)</sup>」、と述べ、事実が未完として地裁に差戻した。

本判決において第3巡回区控訴裁判所は、受託者が自社株に投資することが、信託の目的または設定者の意図に反する可能性があるとし、司法審査の可能性を指摘する一方、厳格な審査を受けさせるべきではないとする。そして、自社株に投資する受託者は、エリサ法に遵守して行動しているという推定が与えられるとするのである。その推定を覆すには、原告は受託者が裁量権を濫用したことを示さなければならないと判示したのである。

### 5.2.3. Kuper v. Iovenko 事件<sup>122)</sup>

Kuper v. Iovenko 事件は、ESOP のプラン書面において、分散投資を禁止できるかについて、重要な判断を下した判決である。

Kuper は、Quantum Chemical Corporation 社 (以下、Quantum 社という) の従業員であり、「貯蓄および株式所有プラン」に加入していた。このプランは401k プランおよびESOPから構成されており、ESOP については、「適格な Quantum 社株式に主として投資するために設計される」と、プランは規定していた。1989年3月11日に、Quantum 社は、Emery 事業部を、Henkel 社に販売するために、1989年4月17日に有効となる資産販売契約を行った。また、その際、Quantum 社およびHenkel 社は、Henkel 社が見合う条件の下で、現在の Emery 事業部の従業員の雇用を続ける内容の雇用契約を交渉した。Henkel 社は、Quantum 社からの売却の後に、Henkel 社において雇用される Quantum 社従業員の、401k と ESOP ファンドを含む年金資産の信託への移転を受け入れる予定であることを雇用契約は規定していた。Henkel 社への Emery 事業部売却は1989年4月17日に有効となったが、およそ18か月後になってはじめて、年金資産の移転は完成した。年金資産がまだ移転されていない1989年4月から1990年10月の間に、Quantum 社株式の価値は、1株あたり50ドル以上からわずかに10ドル以上に下落した。

Kuper らは、Michael Iovenko らが Emery 事業部売却の後に ESOP 基金を分散または精算しなかったことは原告に対する信託義務に違反するなどの理由により、ESOP 受託者であった Iovenko らを訴えた。地裁は、被告である事業主およびその取締役が有利な略式判決、および被告である役員および給付プランの職員に有利な判決を下したため、Kuper が控訴した。

第6巡回区控訴裁判所は、「ESOP は、『従業員所有権を奨励する従業員退職金プランと企業ファイナンスの技術』として機能するだろうことを議会は描いていた。これらの二元的な目的のために、ESOP は引退給付を保証するように設計されず、そして、典型的な分散されたエリサ法プランより、

従業員引退資産は、はるかに高いリスクにある。ESOP が、より高いリスクに従業員資産を置くということの認識にもかかわらず、ESOP の目的によってしても、従業員給付プランの適切な運営と健全性を確実にするエリサ法の目的を覆すことができない。したがって、ESOP 資産の分散化を完全に禁止するプラン条項は必然的にエリサ法の目的に違反する<sup>127)</sup>と判示した。そして、Martin v. Feilen 事件<sup>128)</sup>を引用し、「エリサ法における ESOP に対する法令上の免除によっても、受託者を一般的な受託者の責任条項から解放しない。とりわけ、受託者に、プラン加入者および受給権者の利益のためのみおよび慎重な方法でプランに関して義務を果たすことを要求し、…プランは従業員および受給権者の排他的利益のために運営されなければならないという要件に影響を与えない<sup>129)</sup>」と述べた。そして、Moench v. Robertson 事件を取り上げ、「エリサ法の目的および ESOP の性質の間の適切なバランスのために、自社株に投資する ESOP 受託者の決定を、裁量権の濫用〔の基準で〕審査をすることを我々に要求する第 3 巡回区控訴裁判所の判示を、我々は同意し採用する。この点に関して、我々は、自社株に投資し続ける受託者の決定は合理的であると推定するだろう。原告は、同様の状況で行動する慎重な受託者は、異なった投資決定を行ったことを示すことによって合理性の推定に反論する可能性がある<sup>130)</sup>」と述べた。続けて、「受託者が、投資決定のメリットを調査および評価しないことは、プラン受益者に対する義務に違反するかもしれない。しかしながら、受託者が投資決定を調査しなかったというだけでは、決定が合理的でなかったことを示すために十分でない。…原告は調査の不履行とプランが被った損害との因果関係を示さなければならない。この因果関係を証明するためには、適切な調査を行えば、合理的な受託者は、問題の投資が不用意だったということが明らかにわかるということを、原告は証明しなければならない<sup>131)</sup>」と判示し、原告は十分に証明していないとし、原告の訴えを棄却した。

本件において第 6 巡回区控訴裁判所は、ESOP の目的に鑑みても、エリサ法の目的である従業員給付プランの適切な運用という目的を覆すことはできないとし、プラン書面において、ESOP 資産の分散化を完全に禁止する条項は、エリサ法に違反するとしている。そして、Moench v. Robertson 事件と同様に、受託者にエリサ法遵守の推定を与え、原告の反証については、損害との因果関係を証明することが必要と判示したのである。

### 5.3. 考察

Eaves v. Penn 事件において、第10巡回区控訴裁判所は、ESOP 受託者が年金資産を投資する際には、受託者の義務である排他的目的ルールまたはブルーデントマンルールに従わなければならないことを強調した。すなわち、本判決は、分散化要件をのぞいて、他の年金プランの受託者と同様の基準に従わなければならないことを、立法経緯を用いて強調している。

これに対して、Moench v. Robertson 事件において、第 3 巡回区控訴裁判所は、二つの場合に分けて検討している。すなわち、プラン書面が自社株に絶対的に投資することを要求する場合と、そのような投資を行うことを単に許容されている場合である。

前者の場合においては、受託者が自社株に投資することが不可能または不法な場合のみ、加入者は義務違反を証明することができることになり、受託者は、そのような状況においてブルーデントマンルールにのみ従えばよいと、投資決定の内容については調査する義務が生じないとされる<sup>132)</sup>。すなわち、事実上、受託者を保護する結果となり、従業員をリスクの高い地位におくことになると指摘される<sup>133)</sup>。

本件においては、後者であると判断されたが、この解釈については、プラン書面の内容からすれば、自社株に投資する以外はなく、また、プラン用語を解釈しなければならない受託者の業務 (task) を不必要に複雑にすると批判がある<sup>139)</sup>。この点、Kuper v. Iovenko 事件において、第 6 巡回区控訴裁判所は、ESOP が従業員の資産を高いリスクに陥らせることを認識しながら、エリサ法の従業員給付制度の適切な運用と健全性を確実にする目的を覆すことはできないとし、ESOP のプラン規約で絶対的に分散化を禁止することは、エリサ法に違反すると判示した。Moench v. Robertson 事件の判断よりむしろ、このようにエリサ法は、プランの分散化に対する禁止自体排除していると考えの方が、ベターであるとする見解もある<sup>139)</sup>。

そして、裁判所は、「特定の投資のみに許容 (allows) または許可 (permits) している場合は、受託者は依然、投資…決定を行う際に、注意、技量、用心 (caution) を行使しなければならない<sup>140)</sup>」としたものの、それを遵守して自社株に投資を行っているという「推定」が与えられると判示した。その場合は、加入者は、同様の状況で行動する慎重な受託者は、異なった投資決定を行ったであろうということを証明することによって合理性の推定に反論する必要がある。Kuper v. Iovenko 事件においても、第 6 巡回区控訴裁判所は、同様に、自社株に投資する受託者は合理的と推定され、さらに、合理性の推定に反証するためには、受託者の調査不履行の証明だけではなく、ESOP の被った損失との因果関係を証明しなければならないとしていると判示したのである。

「推定」について、第 3 巡回区控訴裁判所は、従業員所有権自体は有益であり、厳格な司法審査結果論に従わせるならば事業主が ESOP を創設しないと考え、ESOP を一般的な年金プランに変えることをおそれていた。そこで、ESOP 受託者を一般的な年金プランの受託者と同様には考えなかった<sup>141)</sup>。すなわち、他のプラン受託者と異なり、ESOP 受託者のために、低い行為基準に従う別のクラスを創設したと指摘されるのである<sup>142)</sup>。

そこで、裁判所は、受託者が代替案を調査したことを証明することができない場合は、裁量権の濫用になる可能性があるという反証を用意した。確かに、第 3 巡回区控訴裁判所は、原告に反証を許すことによって、受託者の行動に異議を申立てる適切な機会を提供したと信じていたかもしれない<sup>143)</sup>。しかしながら、会社の業績が好調の場合は、ESOP 管理について紛争が起こることはほとんど考えられず、会社の状態が思わしくない場合に紛争が生じるのであるから、正当の反証を許す「推定」は、不適當と指摘されるのである<sup>144)</sup>。

Moench v. Robertson 事件において、第 3 巡回区控訴裁判所は、Eaves v. Penn 事件とは異なり、ESOP 受託者について他のプランの受託者とは異なった基準で審査されるべきであると考え、ESOP 受託者に特別な地位を提供した<sup>145)</sup>。すなわち、裁判所は、適切に行動したという推定と恣意的かつ気まぐれな審査基準を ESOP 受託者に与える。結果的に、エリサ法の信託義務規定を希釈しエリサ法の信託義務規定の範囲を明確化させることを却下したと指摘されているのである<sup>146)</sup>。激しく株が値下がりし、会社が倒産に向かっている間でも、ESOP 受託者が自社株に投資し続けるのを、従業員は傍観しなければならない<sup>147)</sup>。すなわち、Moench v. Robertson 事件および Kuper v. Iovenko 事件は、ESOP 受託者に課される義務によって、ESOP に加入する従業員の年金受給権を保護することは、困難であることを露呈させたのである<sup>148)</sup>。

## 6. 結語 — わが国への示唆 —

これまで、ESOP が自社株を取引、または投資する場合の受託者の義務について、巡回区控訴裁判所の判例を考察してきた。受託者が自社株を売買する場合、適正な対価を決定する際において、判例上、受託者は、厳格な404条の信託義務規定に則って行動しなければならないことが明らかになった。ESOP 受託者は、ブルーデントマンルールに従い行動することが要求される。すなわち、受託者は資産の評価が正確なものか確認する義務があり、その評価を公正市場価格に反映しなければならないが、また、受託者は慎重に調査を行い、公正市場価格を誠実に決定しなければならないのである。

これに対して、ESOP 受託者が自社株に投資する場合、ESOP 受託者は404条の信託義務規定に則って行動しなければならないのが原則であるけれども、立法経緯およびESOPの特質に鑑み、ESOP 受託者は慎重に投資を行ったということが「推定」されると巡回区控訴裁判所は判示したのである。結果的に、自社株に投資するESOP 受託者は、他の企業年金プランとは異なるレベルの低い信託義務規定に従えばよいこととなることが明らかになったのである。

確かに、ESOP は、企業年金であると同時に企業のファイナンスの手段であることも事実である。また、立法経緯をみても、年金プランというよりはむしろ、従業員に会社を所有させるという目的で導入された。しかし、ESOP には、税控除という形式で、国家からかなりの補助金が拠出されているのである。そこで、ESOP が他の企業年金プランと同様の信託義務の基準で扱われないのであれば、エリサ法上の引退プランとしての扱いから得られるインセンティブを企業に与えるべきではないという見解もあるのである<sup>145)</sup>。

また、ESOP は制度上分散投資が困難であり、引退間際になってはじめて可能になる。企業業績と年金資産がリンクすることが多いESOPは、とりわけ企業倒産時には、年金受給権を確保することが困難になる。すなわち、米国の判例法理による、自社株投資時におけるESOP 受託者に適用される「寛容な」信託義務では、企業業績悪化時にESOP 加入者の年金受給権を保護することはできないのである。

わが国でも、ESOP の導入が経済界を中心に熱望されている。しかし、企業年金というよりはむしろ、株価対策など、従業員の老後所得保障という観点からは、かけ離れているようである。確定拠出年金がわが国にも導入されたが、米国では、エンロン事件を初めとする、401k プランにおける自社株過剰投資が問題となっており、401k プランの受託者の責任が現在問題となっているのである。その結果、401k プランにおける個人アカウントの自社株投資を制限するべきであるとする見解も有力に主張されている<sup>146)</sup>。

米国の現状およびこれまで考察してきた巡回区控訴裁判所の判例を鑑みれば、企業業績とリンクするESOPを、主要な企業年金プランとすることは、企業と運命共同体になるに等しい。したがって、従業員受給権確保を困難にする可能性がある。

そこで、運用結果で退職給付の多寡が決定する確定拠出年金がようやく普及し始め、また受託者責任についての判例の蓄積がない現状に鑑みると、わが国にESOPを導入する際には、これまで考察してきた米国ESOPの信託義務の問題を踏まえ、慎重に議論を行った後に、導入の是非を判断すべきである<sup>147)</sup>。

## 注

- 1) 厚生年金の保険料率を18.3パーセントを限度に、国民年金の保険料も1万6900円を限度に引上げ、厚生年金の給付水準を引き下げ、また、現在のスライド調整に代え、マクロ経済スライドが導入される。
- 2) 経済同友会など多数の団体が導入を支持している。また、三洋電機は、退職金に上乗せして自社株を支給する制度を始め、ESOPの導入に備えるとの報道がされた。日経新聞2004年2月4日。
- 3) 厚生年金基金連合会『受託者責任ハンドブック（理事編）』（1998年）、厚生年金基金連合会『受託者責任ハンドブック（運用機関編）』（2000年）。
- 4) 評釈として、芳賀良・金融商事判例1177号63頁、池田秀夫・銀行法務21 620号50頁、内格博信・熊本大学社会文化研究2号239頁。
- 5) わが国では、年金資産を運用するものを広く受託者と呼び、また、fiduciary dutyについても、受託者責任と訳す場合が多い。しかしながら、fiduciaryは、当事者間の信認関係に基づいて、高度の注意義務を委託者（設定者）に対して負う者である。そこで、本稿では、fiduciary dutyについて、信認義務とよぶこととする。
- 6) Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA), Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (1974).
- 7) なお、本稿では、ESOPにおいてしばし問題となる、企業買収時の自社株取引および自社株投資問題については、紙幅の関係上とりあげないこととする。ESOPについて考察した文献として、小櫻純『M&A時代の企業年金保護』97頁以下（同文館出版、1990）、牛丸與志夫「従業員持株制度の検討（1）～（15）」商事法務1102号2頁以下、1108号3頁以下、1110号59頁以下、1170号12頁以下、1177号12頁以下、1182号27頁以下、1190号69頁以下、1193号29頁以下、1195号63頁以下、1200号32頁以下、1205号23頁以下、1208号23頁以下、1215号110頁以下、1224号112頁以下、1128号27頁以下、黒田敦子『アメリカ合衆国における自己株報酬・年金の法と税制』109頁以下（税務経理協会、1999）、などがある。
- 8) Kenneth Hayes. Note, *Moench v. Robertson: When Must an ESOP Fiduciary Abandon a Sinking Ship?*, 49 RUTGERS L. REV. 1231, 1234 (1997).
- 9) *Ibid.*
- 10) *Ibid.*
- 11) スtockボーナスプランとは、事業主の拠出が、自社株式で行われる企業年金プランである。
- 12) マネーパーチェスプランとは、事業主が加入者の個人アカウントに毎年一定額拠出する企業年金プランである。わが国の確定拠出型プランと類似したプランである。
- 13) ERISA § 407 (d) (6), 29 U.S.C. § 1107 (d) (6).
- 14) I.R.C. § 4975 (e) (7).
- 15) 適格な事業主有価証券とは、確立された証券市場で容易に取引が行える事業主が発行した普通株式 (common stock)、または合理的な転換価格で普通株式に転換可能な繰り上げ償還のない優先株式 (preferred stock) を意味する。容易に取引可能な普通株式ではない場合は、適格な事業主有価証券とは、最大の議決権がある普通株式のクラスおよび最大の配当請求権がある普通株式のクラスと同等またはそれ以上の議決権と配当請求権の両方を兼ね備える普通株のことを意味する。I.R.C. § 409 (l) (1) - (3).
- 16) ESOPは、様々な目的で設立される。閉鎖会社のオーナーが、引退時に株式を売却するためにESOPを設立する場合や、企業拡張または企業買収のためのファイナンスの手段としても用いられる。  
<http://www.esopassociation.org/whatis/useof.html> [2004.12.12].
- 17) Gina Marie Agresta-Richardson, Comment, "Employee Stock Ownership Plans: Uncertainties

*Plaguing the Duties of the Esop Fiduciary with Respect to Voting and Defensive Esops*", 14 AKRON TAX J. 91, 95 (1999).

- 18) I.R.C. § 404 (a) (9) (A).
- 19) I.R.C. § 404 (a) (9) (B).
- 20) I.R.C. § 404 (k) (2).
- 21) I.R.C. § 401 (a) (28).
- 22) I.R.C. § 409 (h).
- 23) ERISA § 402 (a) (1), 29 U.S.C. § 1102 (a) (1).
- 24) ERISA § 402 (a) (2), 29 U.S.C. § 1102 (a) (2).
- 25) ERISA § 402 (c) (3), 29 U.S.C. § 1102 (c) (3).
- 26) ERISA § 403 (a), 29 U.S.C. § 1103 (a).
- 27) ERISA § 403 (a), 29 U.S.C. § 1103 (a).
- 28) ERISA § 3 (21), 29 U.S.C. § 1002 (21) (A). エリサ法では実質的にプランの管理・運用を行う権限を有するものは広く受託者とされ、受託者の範囲を拡大している。
- 29) ERISA § 404 (c), 29 U.S.C. § 1104 (c).
- 30) ERISA § 408, 29 U.S.C. § 1108.
- 31) コモンローである信託法は、trustee が受託者である。
- 32) SUSAN P. SEROTA, ERISA FIDUCIARY LAW 370 (1995).
- 33) *Ibid.*
- 34) *Id.* at 118.
- 35) *Id.* at 118-119.
- 36) Donovan v. Bierwirth 事件 680 F.2d 263, 271 (2d Cir. 1982). において第2巡回区控訴裁判所は、「会社または実際に会社役員自身に偶然に利益があったというだけの理由で、年金プランの信託受託者である会社役員が、注意深く公平な調査の後に、加入者および受給権者の利益を促進するために合理的に最善の結論を下した行動をとった信託受託者としての義務に違反していないけれども、それらの決定は、加入者および受給権者の利益のみに目を向けて行わなければならない」と判示した。この判示が忠実義務の最も有名な解釈であるとされる。*Id.* at 109.
- 37) *Id.* at 121.
- 38) 一方で、コモンローである信託法より厳格な基準で判断されとする判例もみられる。*See* Donovan v. Mazzola, 716 F.2d 1226, 1231-1232 (9th Cir. 1983).
- 39) SEROTA, *supra* note 32, at 109.
- 40) *Id.* at 109.
- 41) *Id.* at 133.
- 42) ERISA § 404 (c), 29 U.S.C. § 1104 (c).
- 43) 考慮に入れるべき要素としては、プランの目的、プラン資産量、財政および産業状態、投資手段のタイプ、地域的配置 (geographical location) についての分配、産業についての分配、満期日 (maturity dates) などとされる。受託者は、単独銘柄のみに投資するようなことを避けなければならない、特定の産業から発行された株式に不均衡な割合で投資すべきではないとされる。SEROTA, *supra* note 32, at 133-134.
- 44) たとえば, Sandoval v. Simmons 事件は、分散投資についてはプラン内の特定ファンドの資産で判断するのではなく、プラン全体の信託のファンドで判断すべきであると判示している。Sandoval v.

Simmons, 622 F.supp. 1174, 1211 (C.D. Ill. 1985).

- 45) 分散投資義務における、立証責任は原告にあるとされ、分散投資が行われなかったことが立証されれば、受託者はそれを正当化しなければならない。受託者は、その際に問題となっている投資が個別に慎重であることを証明するばかりではなく、分散投資を行わなかったことによる多大な損失の重大なリスクが生じていないことも証明しなければならない。SEROTA, *supra* note 32, at 375-376.
- 46) ERISA § 406 (a), 29 U.S.C. § 1106 (a).
- 47) ERISA § 406 (b), 29 U.S.C. § 1106 (b).
- 48) SEROTA, *supra* note 32, at 23.
- 49) Ezra S. Field, NOTE, *Money for Nothing and Leverage for Free: The Politics and History of The Leveraged ESOP Tax Subsidy*, 97 COLUM. L. REV. 740, 754 (1997).
- 50) ERISA § 3 (18) (A), 29 U.S.C. § 1002 (18) (A).
- 51) Proposed Regulation Relating to the Definition of Adequate, 53 Fed. Reg. 17, 632 (1988) (hereinafter Proposed Regulation) .
- 52) 労働省規則案は内国歳入庁細則に含まれる評価ガイドラインを採用している。
- 53) Proposed Regulation, 53 Fed. Reg. 17,632, 17,633 (1988).
- 54) *Ibid.*
- 55) *Ibid.*
- 56) *Ibid.*
- 57) *Ibid.*
- 58) *Ibid.*
- 59) *Ibid.*
- 60) *Ibid.*
- 61) *Id.* at 17, 633-17, 634.
- 62) *Id.* at 17, 634.
- 63) *Ibid.*
- 64) *Ibid.*
- 65) *Ibid.* また、労働省規則案において、「取引日」については定義されていないため、購入が同意された時点か、取引が完全に終了した時点かのいずれかを意味する可能性があり、また、さらなるガイダンスは存在しないので、特に契約が行われた時点とその完了日との間で実質的な差異がある状況においては、契約完了日の時点で、鑑定人または財政アドバイザーからの意見を要求することは、賢明であろうと指摘されている。SEROTA, *supra* note 32, at 215.
- 66) 53 Fed. Reg. at 17,634. 法令免除が特有の取引に適用できるかどうか決定する際に、法令免除を利用したい当事者が、条項の要件をすべてみたすことを示す立証責任がある。また、労働省の見解においては、評価に関係する記述された書面は、資産の評価方法およびその根拠、評価が資産の公正市場価格を反映しているかどうかの決定に必要である。
- 67) *Ibid.* この点に関しては、Donovan v. Cunningham 事件の見解、すなわち、誠実さの要件は主観的な調査ではないという、見解と一致しているとされる。
- 68) *Ibid.*
- 69) *Ibid.*
- 70) *Ibid.* この要求は、プラン資産を評価する際にブルーデントなビジネス慣行の使用を強調した Donovan v. Cunningham 事件裁判を反映した。



- 71) *Ibid.*
- 72) *Id.* at 17635.
- 73) *Ibid.* しかしながら、独立した受託者が、評価の際に、評価を行うための経験、機能、専門的知識を持ち合わせていない場合は、受託者による評価の決定は、慎重な調査および健全なビジネス原則の要件を満たすことはないとしている。*Ibid.*
- 74) *Donovan v. Cunningham*, 716 F.2d 1455 (5th Cir. 1983).
- 75) *Id.* at 1467-1468.
- 76) *Id.* at 1473-1474.
- 77) *Howard v. Shay*, 100 F.3d 1484 (9th Cir. 1996).
- 78) ERISA § 408 (a), 29 U.S.C. § 1108 (a).
- 79) *Id.* at 1488-1489.
- 80) *Id.* at 1489.
- 81) *Id.* at 1489-1490.
- 82) *Id.* at 1490.
- 83) *Ibid.*
- 84) しかしながら、反対意見は、*Donovan v. Cunningham* 事件とは事情が異なるとし、「本件において、受託者は、Arthur Young 社を選択する際に、適切な選択プロセスを用い、Arthur Young 社にすべての関連する重要な情報を提供していたことに、地裁は特に認定した。その認定が誤りではないかぎり、受託者が慎重に行動したと判断するのは当然である。多数意見のいう前例のないルールは、明らかに十分な知識や経験のない問題において、受託者に専門家となることを本質的に要求している。受託者は自身で鑑定する資質がないので、まさに専門家を活用するのである。いったん、受託者は、専門家を注意深く選択し、適切な情報を与えたならば、専門家の結論を信頼することができるのは当然である」、としている。*Id.* at 1491.
- 85) *Herman v. Mercantile Bank, N.A.*, 143 F.3d 419 (8th Cir. 1998).
- 86) *Ibid.*
- 87) *Id.* at 422.
- 88) 反対意見で裁判所は、「エリサ法406条 (a) 項 (1) 号 (A) および (D) は、プランが、プラン事業主スポンサーの発行する証券を売買することを禁じている。なぜなら、そのような取引には、「自己取引」および「利益相反」に内在する危険があるからである。しかしながら、議会は、406条の禁止規定に制限された免除を与えるために、408条 (e) 項を創設した。408条 (e) 項は、有価証券の売買が適正な対価の場合のみ、従業員給付プランが事業主有価証券を売買することを可能にする。エリサ法に基づく「適正な対価」の定義は、2つの要件を課している。支払われる価格は、資産の公正市場価格を反映しなければならない、そして、信託受託者は、投資が行われる時の一般的状況の注意深く独立した調査を行わなければならないことである」*Id.* at 425. とし、問題となる取引の独立した調査をしていないこと、売却が ESOP の受給権者にとって利益になるかどうか調査していないこと、Ford の死後、信託受託者に復帰した際に過去の間違いを訂正しなかったことなどにより、義務違反になるとした。
- 89) *Chao v. Hall Holding Co.*, 285 F.3d 415 (6th Cir. 2002) .
- 90) *Id.* at 431.
- 91) *Id.* at 436.
- 92) *Id.* at 437.

- 93) *Ibid.*
- 94) 本判決の否定的な結果により、問題となる利益相反状態にある受託者は、自ら忌避することおよび代わりに行動する受託者を必要とするかどうか検討すべきであると指摘する見解もある。SUSAN P. SEROTA, ERISA FIDUCIARY LAW 2003 CUMULATIVE SUPPLEMENT 198 (2003).
- 95) 独立した財政アドバイスに依拠した情報をもつ内部受託者の場合は、特に、取引から利益を得る場合、独立した受託者の行動よりも、厳格な司法審査を受けると指摘する見解もある。*Id.* at 210.
- 96) *Donovan*, 716 F.2d at 1467.
- 97) *Chao*, 285 F.3d at 437.
- 98) *Donovan*, 716 F.2d at 1474.
- 99) Proposed Regulation, 53 Fed. Reg. 17,632, 17,634 (1988).
- 100) *Ibid.*
- 101) *Chao*, 285 F.3d at 437.
- 102) *Howard*, 100 F.3d at 1490.
- 103) ERISA § 404 (a) (1) (D), 29 U.S.C. § 1104 (a) (1) (D).
- 104) SEROTA, *supra* note 32, at 135.
- 105) 受託者が、プラン文書の取得、閲読、および理解を行わず、文書が禁止する投資を行った場合は免責されることはない。*Idid.*
- 106) *Id.* at 135-136.
- 107) *Id.* at 412.
- 108) *Id.* at 136. さらに、自社株投資はもうひとつ証券取引法との関係でインサイダー取引の問題がある。つまり、受託者が株価下落について公になっていない情報をつかんだ場合、そのような情報に基づいて行動した場合は、証券取引法違反となる可能性がある。また、レバレッジド ESOP の場合には、未払い負債の返済時に、事業主の ESOP に対する拠出を、貸主に移転する。そこで、プランスポンサーが深刻な財政難に陥っている場合、受託者が貸手に未払い負債の支払いを拒否し、その代わりに ESOP 加入者のために他の物に投資することが許されるかなど問題となるとされる。*Id.* at 411-413.
- 109) *Id.* at 411-412.
- 110) *Eaves v. Penn*, 587 F.2d 453 (10th Cir. 1978).
- 111) SEROTA, *supra* note 32, at 136-137.
- 112) プロフィットシェアリングプランとは、確定拠出型プランの一種であり、企業が業績に応じて、従業員のアカウントに拠出する。拠出については、必ずしも毎年拠出する必要はない。
- 113) *Eaves*, 587 F.2d 453, at 459.
- 114) *Id.* at 460.
- 115) *Moench v. Robertson*, 62 F.3d 553 (3d Cir. 1995).
- 116) *Firestone Tire and Rubber Co. v.Bruch*, 489 U.S. 101 (1989).
- 117) *Moench*, 62 F.3d at 564.
- 118) *Id.* at 566.
- 119) *Id.* at 571.
- 120) *Ibid.*
- 121) *Ibid.*
- 122) *Ibid.*
- 123) *Id.* at 571-572.

- 124) *Martin v. Feilen*, 965 F.2d 660 (8th Cir. 1992).
- 125) *Moench*, 62 F.3d at 572.
- 126) *Kuper v. Iovenko*, 66 F.3d 1447 (6th Cir. 1995).
- 127) *Id.* at 1457.
- 128) *Martin*, 965 F.2d 660.
- 129) *Kuper*, 66 F.3d at 1458.
- 130) *Id.* at 1459.
- 131) *Id.* at 1459-1460.
- 132) John M. Wilson, Note, *Are All ERISA Fiduciaries Created Alike?: Moench v. Robertson*, 58 U. PITT. L. REV. 255, 266-267 (1996).
- 133) *Id.* at 273.
- 134) Hayes, *supra* note 8, at 1257.
- 135) *Ibid.* at 1258-1259.
- 136) *Moench*, 62 F.3d at 571.
- 137) Wilson, *supra* note 132, at 272-273.
- 138) Hayes, *supra* note 8, at 1259.
- 139) Wilson, *supra* note 132, at 266.
- 140) Hayes, *supra* note 8, at 1265.
- 141) Wilson, *supra* note 132, at 270.
- 142) Hayes, *supra* note 8, at 1257.
- 143) Hunter C. Blum, *Esop's Fables: Leveraged Esops and Their Effect on Managerial Slack, Employee Risk and Motivation in The Public Corporation*, 31 U. RICH. L. REV. 1539, 1557 (1997).
- 144) *Id.* at 1559.
- 145) Wilson, *supra* note 132, at 273.
- 146) Langbein 教授は、投資についていえば分散投資はすでに常識になっており、また、エリサ法上、確定給付型プランや事業主指図型の確定拠出型プランについては、自社株投資が10パーセント以内に制限されていることを理由として、401k プランにもこれを適用すべきとする。*Hearing Before the Senate Comm. on Governmental Affairs*, 107th Cong. (2002) (statement of John H. Langbein, Professor, Yale Law School) available at <http://govt-aff.senate.gov/012402langbein.htm> (last visited Sep 30, 2004).
- 147) もっとも、ESOP の利点も十分に考慮すべきであろう。そこで、ESOP を導入する際には、あくまで、他の企業年金の補助的あるいは上乘的なプランとしての縛りをかけるべきであり、また、従業員による、ある程度の分散投資を認めるべきであろう。そうすることによって、従業員の老後所得破綻を最小限にすることができるかもしれない。See Susan J. Stabile, *Pension Plan Investments in Employer Securities: More Is Not Always Better*, 15 YALE J. ON REG. 61, 89-90 (1998).

## The Duties of the ESOP Fiduciary to Invest in Employer Securities

UCHIGAKI Hironobu

Recently, the introduction of the employee stock ownership plan is being examined in Japan. However, there are a lot of problems with this plan. Because corporate results link with plan assets. When a company seems like it is going to go bankrupt at any moment, can the ESOP fiduciary invest in the employer securities? And if the employer securities are not traded on a generally recognized market, the ESOP fiduciary has to determine the fair market value of them. What standard should ESOP fiduciary follow in that case? This note will consider the opinion of a Federal Court of Appeal regarding these problems.